

България (Ваа2 стабилна / ВВВ стабилна / ВВВ- стабилна)*



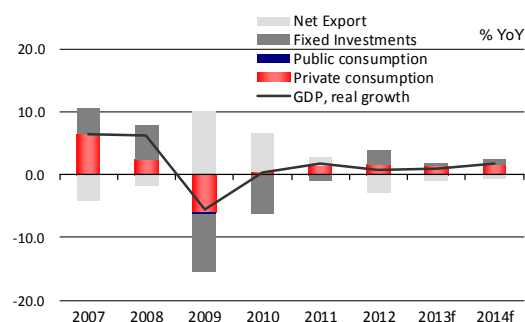
Перспективи – Растежът на БВП вероятно ще остане потиснат около 1.0% през тази и 1.7% през следващата година, което представлява ревизия надолу (от 1.7% и 2.8%) спрямо прогнозите ни от преди три месеца. Това е най-вече резултат от отрицателната ревизия за растежа на БВП в еврозоната през 2013 година до -0.6% от -0.1% през март. Може би ключов е фактът, че вече очакваме по-умерен ръст на индивидуалното потребление през тази година, тъй като слабостта на пазара на труда се оказва по-трудно преодолима от колкото очаквахме, което от своя страна предполага, че потенциален ръст на броя на работните места ще има нужда от повече време, за да се материализира. Няма преки пътища към икономическото възстановяване и новото Правителство ще трябва да преодолее препятствията пред растежа и положи усилия в прилагането на липсващите структурни мерки, които трябва като минимум да включват образованието и изключително проблемния енергиен сектор.

Автор: Кристофор Павлов, Главен икономист за България (+359 2 9269 390)

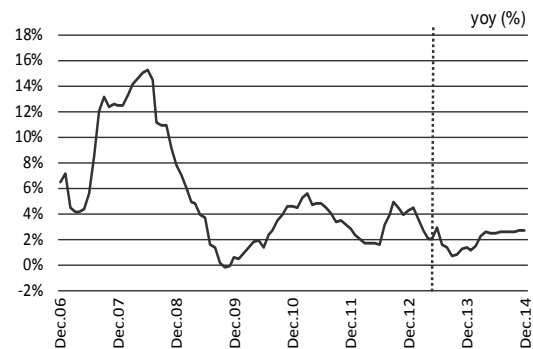
КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 9 август – Брой на наетите на трудов договор за 2Q
- 14 август – Експресни оценки за БВП за 2Q
- 22 август – Падежиране на 6-месечни книжа в размер на 1% от БВП

РЪСТ НА БВП И ПРИНОС ПО КОМПОНЕНТИ



ИНФЛАЦИЯ (ИПЦ)



Източник: НСИ, БНБ, UniCredit Research

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2010	2011	2012	2013F	2014F
GDP (EUR bn)	36.1	38.5	39.7	40.9	42.5
Population (mn)	7.5	7.3	7.3	7.2	7.2
GDP per capita (EUR)	4 804	5 255	5 447	5 646	5 906
Real economy yoy (%)					
GDP	0.4	1.8	0.8	1.0	1.7
Private Consumption	0.6	1.7	2.0	1.7	2.1
Fixed Investment	-18.3	-6.5	0.8	2.7	3.4
Public Consumption	-0.5	0.3	-0.4	1.7	-0.5
Exports	14.7	12.3	-0.4	3.6	4.3
Imports	2.4	8.8	3.7	4.3	4.7
Monthly wage, nominal (EUR)	331	351	392	412	435
Unemployment rate (%)	11.4	11.7	12.5	12.7	12.4
Fiscal accounts (% of GDP)					
Budget balance	-3.9	-2.1	-0.5	-2.1	-2.1
Primary balance	-3.3	-1.4	0.3	-1.2	-1.2
Public debt	14.7	15.3	17.6	18.2	23.2
External accounts					
Current account balance (EUR bn)	-0.5	0.0	-0.5	-0.3	-0.8
Current account balance/GDP (%)	-1.5	0.1	-1.3	-0.8	-1.9
Basic balance/GDP (%)	-1.1	0.4	5.4	1.2	3.5
Net FDI (EUR bn)	1.0	1.2	1.3	1.1	1.3
Net FDI (% of GDP)	2.7	3.1	3.3	2.7	3.1
Gross foreign debt (EUR bn)	37.0	36.2	37.6	36.9	37.4
Gross foreign debt (% of GDP)	102.7	94.1	94.8	90.2	88.1
FX reserves (EUR bn)	13.0	13.3	15.6	16.0	17.5
Inflation/Monetary/FX					
CPI (pavg)	2.4	4.2	3.0	2.1	2.3
CPI (eop)	4.5	2.8	4.2	1.3	2.6
Central bank reference rate (eop)	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1
FX/USD (eop)	1.47	1.51	1.48	1.40	1.37
FX/EUR (eop)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
FX/USD (pavg)	1.48	1.41	1.52	1.43	1.38
FX/EUR (pavg)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96

* Long-term foreign currency credit rating provided by Moody's, S&P and Fitch respectively

Възстановяването остава блокирано на ниска предавка

Забавянето на растежа на БВП през 1Q 2013 беше резултат изцяло на индивидуалното потребление

Брутото капиталобразуване показва ясни сигнали за стабилизиране през 2012 и в началото на 2013 година...

... но все още липсват индикации за устойчива експанзия в близко бъдеще

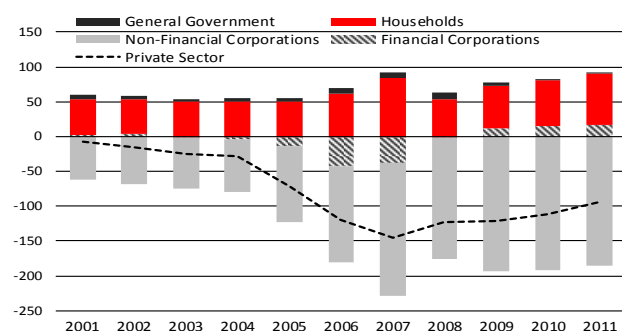
Въпреки слабия растеж, според нас възможността икономиката да се окаже на ръба на втора рецесия за последните четири последователни години е минимална

Обръщане към проблемите на пазара на труда също е нужно, за да може да бъде дадено началото на устойчиво възстановяване на икономиката

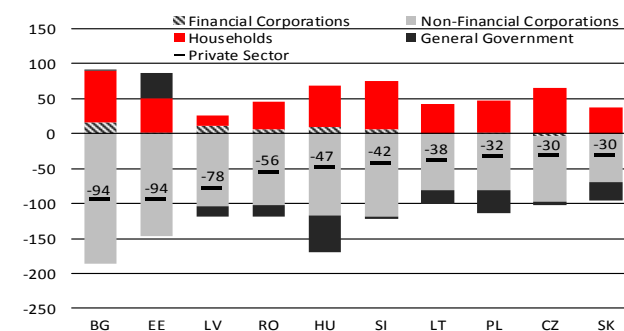
Икономическият растеж бавно следваше низходящ тренд през последните три години. Почто, растежът на БВП на тримесечна база загуби инерция от средно 0.9% през 2010 година до 0.3% през 2011 и едва 0.2% през 2012. Напоследък, растежът стигна до застой след като изменението на БВП на тримесечна база през 4Q2012 беше нулево и нарасна с едва 0.1% през 1Q2013. Но детайлите от последния бюлетин за БВП са по-добри отколкото предполага основната стойност за растежа през 1Q2013. Първо, важно е да подчертаем, че слабостта на данните за БВП през 1Q2013 идва изцяло от индивидуалното потребление. Постоянно нарастваща безработица и затихващия ръст на средната заплата доведоха до свиване на индивидуалното потребление на тримесечна база за трето поредно тримесечие. Също така, индивидуалното потребление пострада от социалното напрежение и политическата парализа последвали оставката на Правителството на ГЕРБ през февруари. Същевременно, износът, както и силно волатилният компонент на запасите отчетоха положителни ръстове на тримесечна база, след като се свиха през предходните две тримесечия. Друга добра новина е, че ревизираните данни за БВП показаха, че възстановяването на брутото капиталобразуване е малко по-силно отколкото изглеждаше първоначално, като се отчита положителен темп на растеж на тримесечна база за пето поредно тримесечие. Подобряващата се външна конкурентоспособност и стабилните печалби на българските компании изглежда са ги подтикнали да увеличат бруто капиталобразуването със значителните 2.4% qoq, което също така опроверга очакванията за евентуален спад в инвестициите поради нарасналите опасения за политическата и социална стабилност в страната.

Очакванията ни са растежа да отчете постепенно подобрение в хода на годината. Този процес ще бъде воден от износа, който очакваме да бъде подкрепен не само от подобряващите се условия на търговия - поради намаляващите цени на първичните енергийни ресурси в условията на висока енергийна интензивност на икономиката, но и от продължаващите подобрения на качеството, които значително надхвърлят загубите на ценово предимство свързани с процеса на конвергенция в доходите. Макар и в по-малка степен, бруто капиталобразуването и потреблението на Правителството - където очакванията ни са фискалната политика да се трансформира в такава, която благоприятства растежа в по-голяма степен - също би трябвало да имат положителен принос към ръста на БВП в хода на текущата година. Въпреки това, растежът на БВП вероятно ще остане потиснат около 1.0% през тази и 1.7% през следващата година, което представлява ревизия надолу (от 1.7% и 2.8%) спрямо прогнозите ни от преди три месеца. Това е най-вече резултат от отрицателната ревизия за растежа на БВП в еврозоната през 2013 година до -0.6% от -0.1% през март. В допълнение, икономиките на Турция, Русия и Полша, които са съответно 3-ти, 8-ми и 13-ти по-важност експортни дестинации за България най-вероятно също ще отчетат забележимо по-слаб растеж през 2013 година, отколкото предишните ни прогнози предполагаха. И може би най-важно е, че ние очакваме индивидуалното потребление да нараства с по-умерени темпове през тази година, тъй като слабостта на пазара на труда се оказва по-трудно преодолима от колкото очаквахме, което от своя страна предполага, че евентуално нарастване на броя на работните места ще има нужда от повече време, за да се материализира.

България: Нетни финансови активи по сектори, като % от БВП



ЦИЕ (10): Нетни финансови активи по сектори, като % от БВП (2011)



Източник: Евростат, UniCredit Research

Надвисналият дълг в корпоративния сектор остава главна спирачка за вътрешното възстановяване

Добрата профитабилност корпоративния сектор както през 2011 (8.7%), така и 2012 година (10%), спомогна за смекчаване на натиска за намаляване на финансовата задлъжнялостта

Пренебрегването на проблемите с задлъжнялостта в частния сектор най-вероятно е задълбочило свиването на производството и работните места

Бавните процедури по финансово реструктуриране създават предпоставки за източване на активи от собствениците и управниците на неплатежоспособните компании

Трябва да се даде приоритет на скоростното финансово реструктуриране на компаниите, за да се създадат условия за възстановяване на търсенето, водено от частния сектор

Продължаващият процес на намаляване на задлъжнялостта, особено в силно задлъжнелия нефинансов корпоративен сектор остава една от основните причини за разочароващо слабото вътрешно възстановяване. След като достигна най-високата си стойност през 4Q2009 на нива, които значително надвишаваха средните за ЦИЕ, съотношението на кредит към БВП за българския нефинансов корпоративен сектор (включващ заеми от местни банки, лизинг, вътрешнофирмени кредити от нерезиденти и други заеми от нерезиденти) се движи в низходящ тренд, както през 2010, така и през 2011 година, но остана без промяна на ниво близо до 112% през последните шест поредни тримесечия, включително и 1Q2013.

Растящите печалби и парични наличности на корпоративния сектор, включително парични еквиваленти, както и големи депозити на домакинствата, произходът на които може да бъде проследен до корпоративния сектор, също помогнаха на компаниите да подобрят пострадалите от кризата си баланси. Освен промяната в потока, значителни преоценъчни ефекти, отразяващи изменения в оценката на наличните активи държани от нерезиденти, и които бяха концентрирани в 2010, а не толкова в 2011 и 2012 години, също допринесоха за процеса по намаляване на задлъжнялостта на корпоративния сектор. Същевременно, позицията на нетните активи на домакинствата остава умерено положителна, докато тези на публичния и банковия сектор остават близо до балансираните. Все пак, всичко това се оказаха недостатъчно за да компенсира значителния отрицателен баланс между активите и пасивите на корпоративния сектор, което от своя страна предполага, че натискът за намаляване на задлъжнялостта ще остане значителен в обозримо бъдеще.

Намаляването на задлъжнялостта е допълнително възпрепятствано и от бавните и неефективни процедури по реструктуриране на дълг и несъстоятелност. Съществуват значителни макроикономически предимства от бързото финансово реструктуриране на фалирала компании, където трябва да бъде изяснено кой притежава активите на компанията и как натрупаният дълг да бъде намален до устойчиви равнища, включително чрез замяна на дълг срещу собственост или отписване на дълг. Когато само шепа компании в една икономика се намират в процедура по несъстоятелност, тогава бавните и неефективни процедури по фалит имат минимална социална цена, тъй като малко на брой работни места и производствени активи се налага да останат неизползване в очакване на завършването на финансовото реструктуриране. Но когато много на брой компании срещат трудности, тази социална цена нараства неимоверно, което от своя страна удължава икономическия спад и го прави по-болезнен. Исторически епизоди на кризи в други страни показват, че правителства, които са заели активна позиция в този процес успяват да приключат финансовото реструктуриране на значителна част от фалиралите компании в сравнително кратки срокове от две до три години, докато тези, които остават пасивни се налага да заплатят непропорционално по-висока цена. Коректно е да се спомене, че българските власти наскоро предприеха две ключови стъпки в посока подобряване на съществуващите процедури по фалит. На първо място, беше установен 30-дневен срок за извършване на плащания по фактури, както и въвеждането на наказателна лихва, която се определя от регулатора и се дължи в случай на забава. На второ място, но може би по-значимо е отпадането на първо четене в Парламента на възможността компаниите да обявяват фалит със задна дата, като по този начин оставят свои кредитори с празни ръце. Но независимо колко важни са тези промени, те все пак остават далече от това, което има нужда да бъде свършено за да се адресира проблема с високата задлъжнялост в корпоративния сектор.

Бюджетният дефицит от началото на годината е незначително по-висок – 0.4% от БВП към април, спрямо 0.3% преди година. Но заложените за 2013 година фискални цели започват да изглеждат все по амбициозно на фона на среда, която се характеризира с забавяне на темпа на растеж и нужда от увеличаване на социалните трансфери към най-уязвимите групи на обществото. При наличието на рискове от по-бавно от очакваното разширяване на данъчната база, вероятността бюджетните приходи да не достигнат заложените цели се увеличава; като е възможно тази разлика да достигне 1.3% от БВП според оценки цитирани от новия финансов министър Петър Чобанов. Перспективата за по-слаб растеж ще повлияе също така и на нелихвените плащания. Установените със закон социални разходи, като плащания при безработица и социални помощи, също най-вероятно ще надхвърлят заложените цели.

Смятаме, че умерено фискално разхлабване на този етап от икономическия цикъл е оправдано. Това което ни разочарова, обаче е, че увеличаването на дефицита ще е за сметка на по-слабо изпълнение в приходната част, а не поради по-високи капиталови разходи

За справяне с проблемите на най-уязвимите групи, които попаднаха във фокус по време на протестите през февруари, новоназначеното Правителство, оглавявано от социалистите одобри пакет от спешни социални мерки в размер от 27 млн. лв. или 0.03% от БВП. Това се случи само два месеца след като служебния кабинет реши да изплати до края на годината допълнителни 41 млн. лв. или 0.05% от БВП, увеличавайки обхвата на някои социални плащания и удължавайки действието на някои програми, които предлагат субсидирана заетост. Общият ефект на тези фактори може да доведе до увеличаване на дефицита с 1.5-1.6% от БВП повече от планираното, но изваждането от тази сума на резерва за непредвидени и неотложни разходи, който е заложен с размер от 389 млн. лв. или 0.5% от БВП, води до краен резултат от около 1.0-1.1% от БВП. Оптимистичното планиране на капиталовите разходи изглежда също предлага поле за маневри, тъй като заложените по това перо средства за тази година (4.961 млрд. лв. или 6.2% от БВП) са планирани със значителните 35% над, това което беше действително отчетено като разход през 2012 година (3.677 млрд. лв. или 4.7% от БВП). Тъй като досега са налице данни само за първите четири месеца от текущата година, новоназначеният министър-председател Пламен Орешарски отхвърли спекулациите за незабавно преразглеждане на Закона за бюджета и обеща да се придържа към параметрите на настоящия бюджет възможно най-дълго. Нашите очаквания са бюджетния дефицит за 2013 година да достигне 2.1% от БВП – което представлява умерено увеличение спрямо 1.3% дефицит, заложен като цел от предишното правителство и над прогноза-та ни за 1.9% от преди три месеца. Този резултат най-вероятно ще е отражение на комбинацията от по-слабо изпълнение на приходите и по-високи социални плащания, които до известна степен ще бъдат компенсирани от по-ниски от заложените капиталови разходи.

Стратегия: Министерството на финансите ще увеличи предлагането на книжа

Настъпилите изменения във фискалната среда предполагат акумулирането на по-високи буфери

Вече установените рискове за изпълнението на бюджета предполагат, че Министерството на финансите ще трябва да се подготви да действа в средносрочна среда на сравнително големи дефицити, като същевременно изгражда по-високи фискални буфери, за да може да противодейства на сезонността в приходната част. Като резултат от някои специфични за страната фактори, това означава, че управлението на дълга ще изисква по-активна емисионна политика на вътрешния пазар.

Завишените нива на ликвидност във финансовия сектор би трябвало без затруднение да поемат каквито и да е повишения в предлагането на ДЦК, тъй като възстановяването на търсенето на кредит протича с много бавна скорост. Очакванията ни са предлагането на облигации да се удвои на годишна база до 2.9% от БВП, което ще доведе до 5-кратен ръст в нетните емисии до 2.4% от БВП. Емитирането на дълг на външните пазари, от друга страна, ще продължи да се използва като основен канал за рефинансиране на падежиращ се външен дълг. Ето защо нашият сценарий предвижда, че Министерството на финансите ще използва тази възможност по начин повтарящ револвирането на книгата с номинал 818 млн. евро, падежираща се през януари 2013 година – обръщане към международните пазари в годината преди падежа на конкретната емисия с цел предсрочното акумулиране на нужните буфери. Също така предвиждаме, по-висок коефициент при револвирането с цел увеличаване на ликвидността в твърда валута (като изключим сравнително ограничените аукциони на вътрешния пазар на книжа деноминирани в евро).

Ориентирането към по-приятелска към растежа фискална политика няма да доведе до значително увеличаване на цената, при която Правителството емитира нов дълг

Комбинацията от глобална среда на разхлабени монетарни условия и динамиката на процеса на нормализация на алокацията на активи предполагат, че цената на финансиране на Правителството няма да пострада особено от ръста в предлагането на книжа и ориентирането към по-приятелска към растежа фискална политика. Средно-претеглената доходност на първичния пазар се придвижи значително надолу след средата на 2012 година (до нива от 2.34% за облигации от началото на 2013 година, в сравнение с 3.54% за цялата 2012 година) и остана непроменена, независимо от краткосрочната политическа парализа, предизвикана от оставката на Правителството на ГЕРБ през февруари.

Автор: Никола Георгиев, Икономист (Nikola.R.Georgiev@UniCreditGroup.bg)

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО¹

EUR bn	2011	2012	2013F	2014F
Gross financing requirement	1.5	0.9	2.7	1.7
Budget deficit	0.8	0.2	0.9	0.9
Amortization of public debt	0.5	0.5	1.6	0.6
Domestic	0.4	0.4	0.6	0.5
Bonds	0.4	0.4	0.2	0.5
Bills	0.0	0.0	0.4	0.0
External	0.1	0.1	1.0	0.1
WB/EIB/JBIC/Others	0.2	0.2	0.2	0.2
Financing	0.9	1.4	1.9	2.8
Domestic borrowing	0.6	0.6	1.6	1.0
Bonds	0.6	0.6	1.2	1.0
Bills	0.0	0.0	0.4	0.0
External borrowing	0.2	0.8	0.4	1.7
Bonds	0.0	1.0	0.0	1.3
WB/EIB/JBIC/Others	0.2	-0.2	0.4	0.5
Privatization	0.1	0.0	0.0	0.0
Fiscal reserves change (- = increase)	0.5	-0.6	0.7	-1.1

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

EUR bn	2011	2012	2013F	2014F
Gross financing requirement	16.5	16.1	16.1	15.4
C/A deficit	0.0	0.5	0.3	0.8
Amortization of medium to long term debt	5.4	5.5	6.0	5.2
Government/central bank	0.3	0.3	1.2	0.3
Banks	0.8	0.8	0.7	0.8
Corporates	4.3	4.4	4.2	4.1
Short term debt amortization	11.2	10.1	9.7	9.4
Financing	16.9	18.3	16.5	16.9
FDI	1.2	1.3	1.1	1.3
Portfolio flows	-0.4	-0.9	-0.6	0.6
Borrowing	5.8	6.4	5.3	6.1
Government/central bank	0.4	0.8	0.4	1.7
Banks	0.8	0.8	0.6	0.6
Corporates	4.7	4.7	4.3	3.8
Short-term	10.1	9.7	9.4	9.0
EU transfers	0.7	1.0	1.1	1.1
Other	-0.6	0.8	0.3	-1.2
Change in FX reserves (- = increase)	0.4	2.2	0.5	1.5

Източник: БНБ, Министерство на финансите, UniCredit Research

¹ Стойностите за Финансиране и Нуждите от финансиране не се равняват, тъй като разликата между тях се отразява в позициите Изменение на фискалния резерв (за Правителството) и Изменение на валутните резерви (за икономиката).

ДИСКЛЕЙМЪР

Настоящият документ е изготвен на базата на обществено достъпна информация от източници, които се считат за надеждни, но за пълнотата или точността на тази информация не носим отговорност. Всички оценки и мнения, включени в този документ представляват независима преценка на анализатора към момента на неговото публикуване. Ние си запазваме правото да променим изразеното в документа мнение по всяко време, без предварително уведомление, както и да не актуализираме тази информация или да я оттеглим, без предварително уведомление.

Този документ е изготвен само с информационна цел, не е предназначен и (i) не съставлява, както и не е част от предложение или покана за продажба, отправяне на предложение за закупуване или записване на финансови инструменти (ii) не представлява съвет за отправяне на предложение за закупуване или записване на финансови инструменти, или какъвто и да е съвет за вземане на инвестиционно решение.

Съдържащата се в този документ информация се отнася за момента, към който е предоставена, и не може да замести получаването на индивидуален инвестиционен съвет. Инвеститорите трябва да вземат свое собствено решение относно това дали инвестициите, които се реферират в документа са подходящи, с оглед на съответните рискове, своята инвестиционна стратегия и своя правен, данъчен и финансов статус.

Тъй като настоящия документ не представлява пряка или косвена инвестиционна препоръка или инвестиционен съвет, нито целия документ, нито част от него може да се счита за основа или мотив или обосновка за сключване на договор или поемане на какъвто и да е ангажимент.

УниКредит Булбанк и/или неговите директори, мениджъри и служители не носят каквато и да е отговорност към получателите на този документ и/или към трети лица за каквито и да е загуби, произхождащи от ползването на настоящия документ или неговото съдържание.

Този документ не е предназначен за частни инвеститори, и информацията, съдържаща се в него, не може да бъде разкривана, разпространявана, възпроизвеждана или публикувана по каквато и да е причина без предварителното съгласие на УниКредит Булбанк.